

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：18420091150574

UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

中国上市公司高管变更与公司治理关系的 实证研究

An Empirical Study on Relationship of Top Management
Turnover and Corporate Government Based on Chinese
Listed Companies

李倩楠

指导教师姓名：苏 新 龙 教授

专 业 名 称：会计硕士 (MPAcc)

论文提交日期：2012 年 4 月

论文答辩时间：2012 年 月

学位授予日期：2012 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2012 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

高管变更可以看成是委托人（股东）针对代理人（经理人）所设计的一种有效的激励约束机制。这种机制不仅能够激励经理人最大程度地满足所有者的利益，还能对严重偏离所有者利益的行为实施严厉的处罚，即解聘经理人。高管变更是现代企业重要的公司治理决策行为，高管变更依赖于公司治理内部控制机制和外部控制机制的共同作用，是公司治理下各利益相关者综合博弈的结果。随着我国证券市场的发展，涌现的大量高管变更事件引起了各方关注。本文试图以高管变更为出发点，通过收集上市公司高管人员变更、公司治理以及公司业绩等方面的信息，运用实证方法来分析高管变更与公司治理的关系。

本文在委托代理理论、公司治理理论上分析了高管变更和公司治理之间的相关关系，以 2007-2010 年间在上海证券交易所和深圳证券交易所主板上市的 A 股上市公司发生董事长和总经理变更的公司为样本，分析了 2007-2010 年间董事长和总经理变更的现状、原因等统计数据。根据理论分析和已有的文献，本文将高管变更分为常规变更与非常规变更，建立 Logistic 回归模型，使用 SPSS 分析了公司前期经营业绩与非常规性高管变更的关系。之后引入股权集中度、董事会规模、独立董事比例等公司治理因素，研究其对于经营业绩与高管变更关系的敏感性影响。

本文的实证研究结果表明：低劣的经营业绩更容易导致非常规性高管变更，股权集中度、独立董事在董事会所占比例、董事会会议次数与高管变更显著正相关。而管理层持股、董事会规模、董事长和总经理是否二职合一对于高管变更的影响不显著。最后，本文根据上述实证结果提出一些政策建议。

关键词：高管变更；公司治理；公司业绩

ABSTRACT

Top management turnover can be regarded as an effective incentive and constraint mechanism which is designed by principal (shareholder) for agent (manager). These mechanisms incentivize managers to satisfy shareholders' benefit, and it also severely punishes when managers' action is harmful to shareholders. Top management turnover is one of the most important decisions in corporate governance in modern firms, that is acted by internal and external corporate governance mechanism. The decision of top management turnover is the result of competition to stakeholder.

Based on principal-agent theory and corporate governance theory, this paper analyzes the relation of top management turnover and corporate governance. Top management turnover is classified as routine turnover and nonroutine turnover. Then, use Logistic Regression Model to analyze the impacts of corporate performance on management turnover for CEO and the chairman in a sample of A-share companies listed in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from 2007 through 2010.

The result shows that the possibility of the nonroutine top management turnover increased when the company has an inferior corporate performance. By analysis of regression, the probability of top management turnover is significantly positively correlated with ownership concentration, the proportion of independent directors and the board meeting frequency. There is no significant correlation between the probability of top management turnover and the size of board. The negative correlation between the leadership structure (when CEO and the chairman of board are combined), managerial ownership and the top management turnover is not marked. According to empirical results, this paper proposes several suggestions.

Key Words: Top Management Turnover; Corporate Governance; Corporate Performance

目录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 经营业绩与高管变更的相关研究	3
1.2.2 高管变更与公司治理的相关研究	4
1.2.3 高管变更后果的相关研究	6
1.2.4 文献评述	9
1.3 研究内容与研究方法	10
1.3.1 研究内容	10
1.3.2 研究方法	11
1.4 创新点	11
第 2 章 理论基础及制度背景	13
2.1 委托代理理论	13
2.2 公司治理理论	15
2.3 公司治理与高管变更的关系	16
2.4 中国上市公司有关公司治理的法律法规	19
2.4.1 公司法	19
2.4.2 上市公司治理准则	20
2.4.3 证监会的其他规定	21
第 3 章 高管变更的现状分析及研究设计	22
3.1 样本的选择及数据的获取	22
3.2 高管变更情况描述	22
3.2.1 高管变更数量趋势统计	22

3.2.2	高管变更原因分析	24
3.2.3	高管人员年龄分布	25
3.2.4	高管人员的任期	27
3.2.5	高管人员的继任来源和候选选择	28
3.3	研究设计	29
第 4 章 实证检验		33
4.1	经营业绩对高管变更的影响	33
4.1.1	样本选择	33
4.1.2	变量说明	33
4.1.3	实证检验及结果	35
4.2	公司治理因素对高管变更的影响	37
4.2.1	变量说明	37
4.2.2	变量的相关性检验	38
4.2.3	回归结果与分析	41
第五章 结论、政策建议与研究展望		44
5.1	研究结论	44
5.2	政策建议	45
5.3	局限性与后续研究方向	45
参考文献		48
致谢		51

CONTENTS

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Background and Significance.....	1
1.1.1 Research Background	1
1.1.2 Research Significance.....	2
1.2 Relative Literature Review.....	3
1.2.1 Corporate Performance and Top Management Turnover.....	3
1.2.2 Top Management Turnover and Corporate Government.....	4
1.2.3 Effects of Top Management Turnover	6
1.2.4 Comments on Literature.....	9
1.3 Research Contents and Method.....	10
1.3.1 Research Contents	10
1.3.2 Research Method.....	11
1.4 Innovative Points.....	11
Chapter 2 Theoretical Background and System Background.....	13
2.1 Principal-agent Theory.....	13
2.2 Corporative Government Theory.....	15
2.3 Relation of Top Management Turnover and Corporative Government.....	16
2.4 Relative Laws and Regulations.....	19
2.4.1 Corporation Law.....	19
2.4.2 Code of Corporate Governance for Listed Companies in China.....	20
2.4.3 Other Regulations of SEC	21
Chapter 3 Status of Top Management Turnover and Design of	
Research.....	22
3.1 Selection of Sample and Data Acquirement.....	22
3.2 Status of Top Management Turnover.....	22
3.2.1 Trend of Top Management Turnover.....	22
3.2.2 Reason of Top Management Turnover.....	24

3.2.3 Age of Top Management	25
3.2.4 Tenure of Top Management.....	27
3.2.5 Succession Resources of Top Management	28
3.3 Design of Research.....	29
Chapter 4 Empirical Test.....	33
4.1 Empirical Test of Turnover and Corporate Performance	33
4.1.1 Selection of Sample	33
4.1.2 Variable Declaration.....	33
4.1.3 Empirical Results.....	35
4.2 Empirical Test of Turnover and Corporate Government.....	37
4.2.1 Variable Declaration.....	37
4.2.2 Correlation Test	38
4.2.3 Empirical Results and Analysis.....	41
Chapter 5 Conclusion, Suggestion and Research Expectation.....	44
5.1 Conclusion.....	44
5.2 Political Suggestion.....	45
5.3 Research Expectation and Limitation.....	45
References.....	47
Acknowledgement.....	51

第1章 绪论

高管变更是现代企业重要的公司治理决策行为，而高管变更的决策是公司治理下各利益相关者综合博弈的结果。本文对高管变更与公司业绩、公司治理因素的关系进行了研究分析。本章主要描述了本文的研究背景，对国内外有关高管变更的研究成果进行了回顾与评价，介绍了本文的研究内容和研究框架并提出了本文的创新点与不足。

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

上市公司的高级管理人员决定着公司的经营决策和发展方向，在公司的经营管理方面发挥着非常重要的作用。优秀的高级管理人员能为公司创造良好的经济效益和发展空间。公司高管人员的变更，是股东或董事会做出的最重要决策之一，长期以来受到国内外学术界的特别关注，它既是对经理人的一种激励约束机制，也是对以往业绩的更正。从 20 世纪 60 年代开始，在西方证券市场和管理学的研究中，高管变更形成了一个专门化的研究领域。有关高管变更的研究主要包括以下几个方面：一是高管变更的原因，这部分研究主要集中在控股权转移和经营业绩对于高管变更的影响，以此来分析公司治理的科学性和有效性。二是高管变更与公司治理的关系，主要包括高管变更中离任高管的去向、继任高管的来源以及公司治理因素如独立董事比例对于高管变更的影响。三是高管变更的后果，包括高管变更前后经营业绩的变化趋势和高管变更后对股价以及股东财富的影响。

随着我国证券市场的发展，证券市场上大量高级管理人员变更的案例引起了广泛的关注。高管人员的变更影响诸多利益相关者的利益，是公司治理的重大事项。对于公司内部来说，高管人员的变更是最具有影响力的管理变动；而对于供应商、投资者、政府等外部利益相关者来说，高管人员的变更可以看作企业未来发展的信号。高管变更带来的往往是经营战略的重大转变以及一系列的人事变迁，这些对于公司的影响非常重大。我国对于高管变更的研究始于 21 世纪初，

龚玉池（2001）、朱红军（2002，2004）、张俊生和曾亚敏（2005）的研究结果表明低劣的经营业绩更容易导致高管变更，但是有关公司治理因素对于高管变更的影响以及高管变更的经济后果的研究，结论却并不一致。相对于其他国家和地区，我国上市公司高管变更的比例非常高，而且部分公司的高管变更发生较为频繁。那么影响我国上市公司高管变更的因素有哪些？公司业绩以及公司治理对于高管变更有什么影响？这是本文有待研究的问题。

1.1.2 研究意义

在现代公司制度中，控制权主体（管理层）代理所有权主体（股东）对公司进行全面的经营管理，从而存在着控制权主体对所有权主体利益维护的问题，也就是代理问题。由于管理层拥有自己独立的利益，必须用一定的激励与约束机制使得代理人最大限度地维护委托人的利益。因此对管理层的激励和约束机制是公司治理机制的关键所在。现阶段中国缺乏有效的高管人员激励与约束制度，那么对高管变更相关问题进行研究对于建立有效的公司治理机制以及完善高管的激励约束机制有一定的借鉴意义。

中国证券市场体系发育尚不健全，没有活跃的并购市场，外部控制权市场对公司进行的监控作用非常有限，无法形成对管理层的并购约束。那么决定公司高管变更的内部治理机制变得更加重要。同时，中国上市公司股权集中度高、法律制度缺乏对于中小股东的保护，使得公司治理问题成为中国上市公司面临的重要问题。我国 2005 年启动了股权分置改革，2006 年新修订了《公司法》、《证券法》以及证监会颁布实施了一系列新的制度规定，2007 年颁布了新的企业会计准则，这一系列的改革改善了我国证券市场的环境并完善了上市公司的公司治理机制。而目前关于高管变更的研究样本主要集中在 2005 年之前，这显然不能反映现阶段上市公司高管变更以及公司治理的现状。本文试图通过收集 2007-2010 年的相关数据，并利用国内外学术界已有的研究成果为本文提供理论基础和模型基础，为我国高管变更的现状提供经验证据，并为根据研究结果提供了一些政策建议。

1.2 文献综述

1.2.1 经营业绩与高管变更的相关研究

经营业绩是股东判断高管人员是否胜任工作的基准,那么低劣的经营业绩是否是高管变更的主要原因。Vancil (1987)¹发现 60%的高管变更是由于退休,而仅有 10%的高管变更与低劣的经营业绩相关。Warner, Watts 和 Wruck (1988)²的实证结果表明高管变更的可能性与该公司经营业绩呈现负相关关系。Morck, Shleifer 和 Vishny (1989)³通过搜集公司与所在行业数据发现,当公司的经营业绩低于行业平均水平时,经理人被撤换的可能性较大,但是如果整个行业的经营绩效都不好,即使公司的绩效表现低劣,经理人也都不太可能被撤换。Denis 和 Denis (1995)⁴研究表明,经营业绩低劣的公司发生高管变更的可能性更大。Cichello 等 (2009)⁵研究了大型公司部门经理的离职与晋升,发现部门经理的变更与部门会计绩效负相关,而与整个行业的绩效正相关。部门经理的变更与晋升与本部门的绩效是否好于其他部门是显著相关的,但是与绩效差别的多少并没有显著的关系。

Dahya 等 (2002)⁶研究了英国公司自 1992 年以来 (1992 年,英国颁布法规规定公司的 CEO 和董事长不能兼任) 高管更换与企业经营业绩之间的关系,发现 CEO 更换与公司经营业绩之间有显著的负相关关系,1992 年之后的高管更换对经营业绩的敏感度比 1992 年之前要高出许多。

龚玉池 (2001)⁷研究了 1995-2000 年董事长和总经理变更情况,发现高层更换的概率与公司绩效显著负相关。朱红军 (2002)⁸以 1996-1998 年更换了高管人员的公司为样本,研究结果认为经营业绩不良是导致高管人员更换的重要原

¹ Vancil, R..Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession[M].Boston, Harvard Business School Press,1987

² Warner, J.B., Watts, R.L., Wruck, K.H. . Stock Prices and Top Management Changes[J]. Journal of Financial Economics,1988,20:461-692.

³ Morck, R.A., Shleifer, R. Vishny,. Management Ownership and Market Valuation: an empirical analysis[J]Journal of Financial Economics, 1988, 20, 293-315.

⁴ Denis, D.J., Denis, D.K.. Firm performance changes following top management dismissals[J].Journal of Finance, 1995,50(4):1029-1057.

⁵ Michael S. Cichello, Charles J. Hadlock, Ramana Sonti.. Promotions Turnover, and Performance Evaluation: Evidence from the Careers of Division Managers [J]. The Accounting Review, 2009, 4:1119-1143.

⁶ Jay Dahya, John J. McConnell, Nickolaos G. Travlos. The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover[J] Journal of Finance, 2002, 57: 461-483

⁷ 龚玉池.公司绩效与高层更换[J].经济研究,2001,(10):75-82

⁸ 朱红军.高级管理人员更换的原因与经济后果[D].上海:上海财经大学,2002

因。Kato 和 Long (2006)⁹研究了中国 1998-2002 年 CEO 变换的公司,发现 CEO 的变更与公司的业绩呈显著负相关关系。而这种相关关系在国有企业里更加不明显。Fan、Lau 和 Young (2006)¹⁰研究了 1999-2003 年沪深两市的上市公司,发现低劣的业绩与 CEO 的非自愿变更相关,而且业绩特别好的公司与 CEO 的自愿变更微弱相关。他们认为,在中国 CEO 的变更可能不是因为业绩差所导致的,业绩好的公司经理人可能自愿离开公司去具有更好前景的公司任职。庞金勇 (2008)¹¹发现上市公司前期业绩及与高管变更之间具有显著的负相关关系。

1.2.2 高管变更与公司治理的相关研究

很多文献从股权性质、股权集中度、管理者持股等股权结构因素来研究其对高管变更的影响。Denis 等 (1997)¹²检验了非常规高管变更与股权结构的关系,实证结果发现管理层持股使得董事会解雇一个业绩差的 CEO 的难度增加,即高管变更的概率与高管持股负相关,高管持股阻碍了公司治理内部机制对管理层的有效监督。Parrino (1997)¹³的研究结果表明大股东是否缺位与高层管理人员的变更比例显著相关。当董事会中外部人持有的股份比较分散而导致大股东缺位时,CEO 变更的成本被抬高,从而增加变更的难度。赵超等 (2005)¹⁴实证结果表明国家股比例、流通股比例和大股东持股比例都与总经理的强制性变更无显著的相关性,上市公司内部存在“内部人控制”现象。

Fama 和 Jensen (1983)认为外部董事比例的上升有利于董事会监督效率的提高,因为外部董事具有为自身建立监督专家声誉的动机。Weisbach (1988)¹⁵回归结果表明董事会以外部董事主导的公司高管变更对经营业绩更为敏感。外部董事比内部董事更能发挥监督约束管理者的作用。因为内部董事的职业一般与经理人的权力相关,而变更经营业绩差的管理者有助于提高外部董事的职业声誉。Weisbach 还发现外部董事主导型的公司在 CEO 变换后公司价值有明显提高,而

⁹ Takao Kato, Chery Long. CEO Turnover, Firm Performance, and Enterprise Reform in China: Evidence from micro data [J]. Journal of Comparative Economics, 2006, 34: 796-817

¹⁰ Dennis K.K. Fan, Chung-Ming Lau, Michael Young. Is China's corporate governance beginning to come of age? The case of CEO turnover[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2007, 2(15): 105-120

¹¹ 庞金勇.上市公司高管变更与公司治理关系研究[D].济南:山东大学,2008

¹² Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A.. Ownership Structure and Top Management Turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1997, 2(45): 193-221

¹³ Parrino, R., CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-sectional Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1997, 46: 165-197

¹⁴ 赵超, Julian Lowe, 皮莉莉.中国上市公司股权结构与总经理变更[J].改革, 2005, (1): 93-100.

¹⁵ Weisbach, Michael S.. Outside Director and CEO Turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 431-460

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库